



分析师：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518030001

基本数据 (2018Q2)

报告日股价 (元)	44.5
12mth A 股价格区间 (元)	41.3-71.07
总股本 (百万股)	428.13
无限售 A 股/总股本	72%
流通市值 (亿元)	136.95
每股净资产 (元)	23.15
PBR (X)	1.92
DPS (Y2017, 元)	10 派 3.00

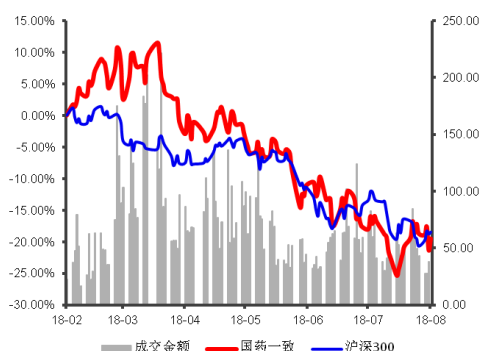
主要股东 (2018Q2)

国药控股股份有限公司	56.06%
HTHK/CMG FSGUFP-CMG FIRST STATE CHINA GROWTH FD	2.37%
中国人寿保险股份有限公司- 传统 - 普通保险产品 -005L-CT001 深	2.02%

收入结构 (2018H1)

医药批发	74.26%
医药零售	24.80%
租赁及其他	0.87%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



2018Q2 利润增速显著提升 零售业务净利率水平明显改善

■ 公司动态事项

公司发布2018年半年度报告。

■ 事项点评

2018Q2 利润增速显著提升，分销业务持续加码转型创新

公司2018H1实现收入207.79亿元，同比增长1.24%；实现归母净利润6.42亿元，同比增长15.39%。分季度来看，公司2018Q2实现营业收入105.23亿元，同比增长2.14%；实现归母净利润3.49亿元，同比增长23.08%，2018Q2利润端同比增速较Q1显著提升。

分业务来看，公司医药分销业务2018年上半年实现收入158.79亿元，同比增长0.79%，同比增速2017年受两票制、竞争对手医院托管、GPO和品种降价等因素影响有所下降，2018年上半年聚焦基层医疗、零售诊疗、零售直销、器械耗材等四大方向继续拓展分销创新业务，其中器械耗材业务2018H1中标医疗项目10个，新增SPD项目4个，推动省内3家医院等项目落地。分销业务2018H1销售毛利率为6.11%，同比上升0.81个百分点；实现归母净利润3.33亿元，同比增长8.93%。我们认为，公司作为两广地区医药流通龙头企业，分销业务立足两广，在终端覆盖、物流网络建设方面均具有竞争优势，一方面在消化“两票制”等政策影响后逐步拓展纯销业务，扩大市场份额，另一方面凭借批零一体化的优势继续拓展分销创新业务，2018年下半年分销业务收入增速有望逐步复苏。

零售业务利润增速高于收入增速，净利率水平有所提升

公司零售业务2018H1实现收入51.44亿元，同比增长5.23%；截至2018年6月底，国大药房拥有门店4,004家，同比增长8.42%。分经营业态来看，国大直营门店实现销售收入40.4亿元，同比增长10.6%；加盟店实现配送收入5.8亿元，同比增长9.7%；直营门店数量占比为74.05%，较2017年末提升0.99个百分点。

公司零售业务2018H1实现归母净利润1.39亿元，同比增长40.66%；销售毛利率为6.99%，同比上升0.52个百分点。子公司国大药房2018H1净利率为3.36%，同比上升0.68个百分点。

公司于2017年第四季度公告披露全资子公司国大药房增资扩股引入战略投资者沃博联，借鉴沃博联的品类管理经验、全渠道营销模式、开店技术、会员管理技术以及全球采购能力，有利于国大药房打造区别与国内医药零售连锁的差异化商业模式，提升国大药房运营水平和盈利能力。我们认为，公司零售业务的净利率水平仍有提升空间，国

大药房作为国内连锁药房行业中规模第一的龙头企业，有望享受处方外流等政策红利，同时通过引入战略投资者沃博联，优化国大药房的运营水平的同时丰富商品品类，有望保持较快的业绩增速。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险；DTP业务增速不及预期的风险；资产重组完成后整合、管理不及预期的风险等；国大药房业绩不及预期风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合2018年半年报我们调整公司18、19年EPS至2.76、3.09元，以8月23日收盘价44.50元计算，动态PE分别为16.09倍和14.42倍。我们认为，公司作为两广地区医药流通龙头企业，分销业务在终端覆盖、物流网络建设方面均具有竞争优势，在消化“两票制”等政策影响后有望扩大市场份额，分销业务收入增速2018年下半年有望逐步复苏；另一方面，零售业务国大药房引入战投后有望提升国大药房运营水平和盈利能力，净利率水平提升有利于持续释放业绩，带动公司整体业绩稳健增长。未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	41,263.63	43,601.63	46,375.52	49,630.78
年增长率	0.04%	5.67%	6.36%	7.02%
归属于母公司的净利润	1,057.79	1,183.76	1,321.20	1,479.86
年增长率	-10.86%	11.91%	11.61%	12.01%
每股收益 (元)	2.47	2.76	3.09	3.46
PER (X)	18.01	16.09	14.42	12.87

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,192	4,665	6,029	6,750
存货	3,782	4,434	4,286	5,035
应收账款及票据	9,751	10,731	11,055	12,261
其他	596	524	641	608
流动资产合计	18,321	20,355	22,010	24,653
长期股权投资	1,651	1,651	1,651	1,651
固定资产	552	474	397	320
在建工程	23	23	23	23
无形资产	326	300	275	249
其他	1,472	1,348	1,275	1,200
非流动资产合计	4,023	3,796	3,620	3,442
资产总计	22,344	24,150	25,630	28,096
短期借款	1,561	1,184	1,117	825
应付账款及票据	9,888	11,003	11,169	12,530
其他	681	567	669	640
流动负债合计	12,130	12,754	12,955	13,995
长期借款和应付债券	32	0	0	0
其他	254	257	258	256
非流动负债合计	286	257	258	256
负债合计	12,416	13,011	13,213	14,252
少数股东权益	531	634	749	880
股东权益合计	9,928	11,140	12,416	13,844
负债和股东权益总计	22,344	24,150	25,630	28,096

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,157	1,184	1,321	1,480
折旧和摊销	180	103	103	103
营运资本变动	206	(441)	47	(512)
经营活动现金流	1,285	765	1,363	943
资本支出	(5)	0	0	0
投资收益	265	260	270	280
投资活动现金流	(286)	265	267	281
股权融资	65	0	0	0
负债变化	32	(32)	0	0
股息支出	(128)	(151)	(162)	(183)
融资活动现金流	(477)	(556)	(267)	(503)
净现金流	522	474	1,363	721

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	41,264	43,602	46,376	49,631
营业成本	36,820	38,627	40,995	43,820
营业税金及附加	120	129	137	147
营业费用	2,306	2,572	2,783	2,978
管理费用	736	843	881	918
财务费用	110	77	47	21
资产减值损失	(2)	(6)	(4)	(6)
投资收益	265	260	270	280
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,464	1,619	1,807	2,033
营业外收支净额	2	(0)	(0)	(1)
利润总额	1,466	1,618	1,806	2,032
所得税	309	332	370	421
净利润	1,157	1,287	1,436	1,612
少数股东损益	99	103	115	132
归属母公司股东净利润	1,058	1,184	1,321	1,480

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	0.04%	5.67%	6.36%	7.02%
EBITDA 增长率	-8.74%	8.54%	8.79%	10.23%
EBIT 增长率	-6.10%	9.45%	9.32%	10.79%
净利润增长率	-10.86%	11.91%	11.61%	12.01%
毛利率	10.77%	11.41%	11.60%	11.71%
EBITDA/总收入	4.02%	4.13%	4.22%	4.35%
EBIT/总收入	3.75%	3.89%	4.00%	4.14%
净利润率	2.56%	2.71%	2.85%	2.98%
资产负债率	55.57%	53.87%	51.56%	50.73%
流动比率	1.51	1.60	1.70	1.76
速动比率	1.20	1.25	1.37	1.40
总资产回报率 (ROA)	5.18%	5.33%	5.60%	5.74%
净资产收益率 (ROE)	11.26%	11.27%	11.32%	11.42%
EV/营业收入	0.5	0.6	0.4	0.3
EV/EBITDA	13.9	8.7	7.4	6.3
PE	18.0	16.1	14.4	12.9
PB	2.0	1.8	1.6	1.5

分析师承诺

金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。